

TỔNG CTCP DỊCH VỤ KỸ THUẬT DẦU KHÍ VIỆT NAM (PVS) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND22.600

Giá mục tiêu

VND27.100

Tỷ suất cổ tức

4,42%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Dầu Khí

Ngày 27/05/2021

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

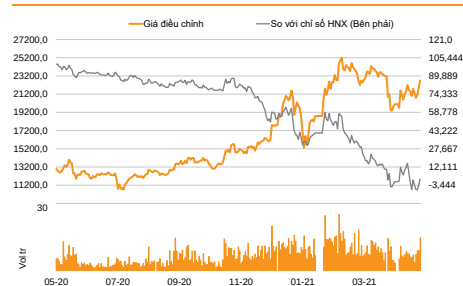
Consensus*: Mua:3 Giữ:5 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 8,3%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Nâng dự phóng EPS 2021-23 lên 6,5%/6,1%/9,6%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	25.200
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10.700
GTGD BQ 3 tháng (tr VND)	226.782
Thị giá vốn (tỷ VND)	10.467
Free float (%)	49
P/E trượt (x)	17,4
P/B hiện tại (x)	0,89

Cơ cấu sở hữu

PVN	51,4%
Khác	48,6%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Tăng trưởng mạnh mẽ từ các đơn vị liên kết

- Lợi nhuận (LN) ròng Q1/21 tăng trưởng 30,0% svck, chủ yếu nhờ vào thu nhập từ liên doanh liên kết (LDLK) đến từ các liên doanh FSO/FPSO.
- Thu nhập từ LDLK sẽ đóng góp chính trong những năm sắp tới dựa trên kỳ vọng về việc giá dầu tăng vững chắc và đóng góp của FSO Golden Star
- Nâng khuyến nghị thành Khả quan, giá mục tiêu là 27.100đ/cp (+20,9%)

Tăng trưởng LN ròng trong Q1/21 nhờ vào thu nhập từ các công ty LDLK

Doanh thu (DT) của PVS giảm 19,4% so với cùng kỳ (svck) xuống 2.614 tỷ đồng trong Q1/21 do: (1) mảng tàu dịch vụ giảm 31,3% svck và (2) khối lượng công việc của mảng cơ khí & xây lắp (M&C) giảm trong Q1/21 (-13,4% svck). Trong kỳ, biên LN gộp cải thiện nhẹ 0,9 điểm % lên 6,8 điểm % nhờ biên LN gộp mảng tàu dịch vụ tăng 2,5 điểm % và biên LN gộp mảng FSO/FPSO tăng 3,7 điểm %. Ngoài ra, PVS ghi nhận chi phí quản lý DN tăng 54,1% svck trong Q1/21 chủ yếu do khoản trích lập chi phí dự phòng 10 tỷ đồng so với khoản hoàn nhập 29,3 tỷ đồng trong Q1/20. Tuy nhiên, PVS vẫn đạt mức tăng trưởng LN ròng 30,0% svck lên 145 tỷ đồng trong Q1/21, nhờ vào thu nhập từ LDLK tăng gần 5 lần svck (157 tỷ đồng), hoàn thành 16,9% dự báo cả năm của chúng tôi.

Thu nhập từ LDLK sẽ đóng góp chính trong những năm tới

Thu nhập từ LDLK đến từ các liên doanh giữa PVS và các đối tác nước ngoài, cung cấp dịch vụ FSO/FPSO cho các mỏ dầu khí ngoài khơi tại Việt Nam. Nhờ vào việc giá dầu dự kiến cao hơn có thể kéo theo sự tăng lên của giá thuê tàu và sự đóng góp của FSO Golden Star kể từ 2021, chúng tôi dự báo thu nhập từ LDLK trong 2021 sẽ tăng gấp ba lần lên 587 tỷ đồng, đóng góp ~64,4% vào LN ròng của PVS, sau đó duy trì tốc độ tăng trưởng kép là 16,6% trong 2022-23, đóng góp lần lượt 63,3% và 77,5% vào LN ròng của PVS trong năm 2022-23.

Mảng M&C: chờ đợi dự án Lô B – Ô Môn hỗ trợ cho tăng trưởng dài hạn

Ngày càng có nhiều tín hiệu cho thấy dự án khí Lô B bị trì hoãn lâu nay cuối cùng cũng có thể bắt đầu đạt tiến độ trong năm nay. Tháng 5/2021, Chính phủ đã giao các đơn vị liên quan giải quyết nút thắt tại dự án nhà máy điện Ô Môn III liên quan đến vấn đề nguồn vốn ODA. Chúng tôi kỳ vọng dự án Lô B và các dự án khai thác khí khác (Cá Voi Xanh, Nam Du U Minh...) với giá trị backlog khổng lồ sẽ là tiền đề cho sự tăng trưởng của mảng M&C trong dài hạn.

Nâng khuyến nghị thành Khả quan, giá mục tiêu cao hơn là 27.100 đồng/cp

Chúng tôi nâng khuyến nghị thành Khả quan với giá mục tiêu là 27.100 đồng do chúng tôi tin tưởng vào triển vọng tươi sáng hơn của PVS nhờ tăng trưởng thu nhập từ LDLK trong ngắn hạn và PVS được hưởng lợi từ xu hướng đầu tư hạ tầng năng lượng tại Việt Nam trong dài hạn. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương 2 phương pháp DCF và P/E mục tiêu 2021-23 là 13,1 lần. Rủi ro tăng là giá dầu cao hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá bao gồm sự chậm trễ trong các dự án khai thác dầu khí lớn và chi phí dự phòng cao hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	16.789	20.180	17.093	19.248
Tăng trưởng DT thuần	14,7%	20,2%	(15,3%)	12,6%
Biên lợi nhuận gộp	6,8%	3,9%	6,2%	6,2%
Biên EBITDA	11,0%	8,0%	11,3%	10,6%
LN ròng (tỷ)	1.033	624	912	999
Tăng trưởng LN ròng	(1,4%)	(39,6%)	46,2%	9,5%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(1,4%)	(39,6%)	46,2%	9,5%
EPS cơ bản	2.161	1.306	1.908	2.089
EPS điều chỉnh	1.977	1.149	1.679	1.839
BVPS	25.635	25.411	26.108	25.831
ROAE	8,6%	5,1%	7,4%	8,0%

Nguồn: VND RESEARCH

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi thích PVS bởi:

- PVS là công ty hàng đầu tại Việt Nam cung cấp các dịch vụ kỹ thuật trong lĩnh vực Dầu khí, đặc biệt là dịch vụ cơ khí và xây lắp (M&C) cho các dự án ngoài khơi.
- Trong ngắn hạn, thu nhập từ LDLK sẽ đóng góp chính vào lợi nhuận của PVS, trong khi về dài hạn PVS sẽ hưởng lợi từ sự cấp thiết của việc phát triển các dự án khai thác để đáp ứng nhu cầu khí cho sản xuất điện, nhất là trong bối cảnh tiêu thụ điện ngày càng tăng tại Việt Nam.
- Giá dầu kỳ vọng sẽ dao động trên một mặt bằng giá mới (quanh 70 USD/thùng) do nguồn cung có thể sẽ không bắt kịp đà phục hồi dự kiến của nhu cầu dầu. Đây sẽ là một động lực chính đối với cổ phiếu PVS trong thời gian tới.

Rủi ro đầu tư:

- Rủi ro tăng giá là giá dầu cao hơn dự kiến.
- Rủi ro giảm giá bao gồm sự chậm trễ trong các dự án khai thác dầu khí lớn và chi phí dự phòng cao hơn dự kiến.

Nâng khuyến nghị thành Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 27.100 đồng

Chúng tôi nâng khuyến nghị thành Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 27.100 đồng, dựa trên tỷ trọng tương đương 2 phương pháp định giá DCF và P/E mục tiêu 2021-23 là 13,1 lần:

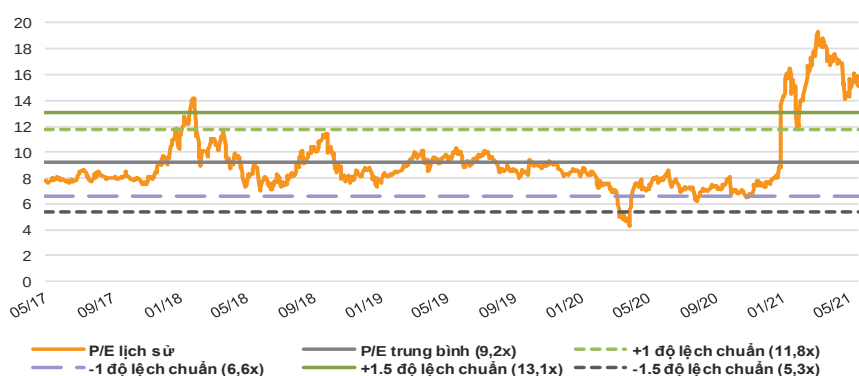
- Chúng tôi nâng dự phóng EPS năm 2021-23 lên 6,5-9,6% khi chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng thu nhập từ LDLK để phản ánh kết quả ấn tượng trong Q1/21 cũng như giá dầu dự kiến cao hơn có thể dẫn đến sự một đợt điều chỉnh tăng giá thuê tàu.
- Chúng tôi nâng P/E mục tiêu 2021-23 từ 11,6 lần lên 13,1 lần (+1,5 độ lệch chuẩn so với P/E trung bình 4 năm) do chúng tôi tin tưởng vào triển vọng tươi sáng hơn của công ty khi giá dầu được kỳ vọng sẽ dao động trên một mặt bằng giá mới trong giai đoạn tới (quanh 70 USD/thùng, theo quan điểm của chúng tôi) và PVS có thể thu được lợi ích trong dài hạn từ xu hướng đầu tư cơ sở hạ tầng năng lượng tại Việt Nam.

Hình 1: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (VND/cp)
DCF	27.177	50%	13.588
P/E mục tiêu 2021-23 ở mức 13,1x	26.962	50%	13.481
Giá mục tiêu			27.069
Giá mục tiêu (làm tròn)			27.100

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: P/E lịch sử của PVS



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Tóm tắt dự phóng dòng tiền (DCF)

Tỷ đồng	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2030F	2035F	CAGR 20-35F
Tổng doanh thu	17.093	19.248	21.717	22.803	23.829	28.050	30.907	2,9%
% svck	-15,3%	12,6%	12,8%	5,0%	4,5%	2,7%	1,6%	
GVHB & OPEX	(16.766)	(18.860)	(21.342)	(22.409)	(23.418)	(27.566)	(30.373)	
EBIT	327	388	375	394	411	484	534	
Biên LN hoạt động KD	1,9%	2,0%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	
Thuế khả dụng	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	
EBIT x (1-mức thuế)	258	306	296	311	325	383	421	
+ Chi phí khấu hao	539	519	512	624	654	770	848	
% doanh thu	3,2%	2,7%	2,4%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	
- Capex	(425)	(479)	(540)	(559)	(584)	(687)	(757)	
% doanh thu	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	
+ Thay đổi vốn lưu động	(382)	(254)	(239)	(251)	(250)	(281)	(309)	
% doanh thu	-2,2%	-1,3%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	-1,1%	
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	1.025	1.093	1.152	1.231	1.287	1.515	1.669	
% doanh thu	6,0%	5,7%	5,3%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	
Dòng tiền tự do (UFCF)	1.015	1.185	1.182	1.357	1.432	1.699	1.873	17,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Chi phí VCSH	17,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: WACC và tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
Vốn hóa	6.516
Nợ	1.208
Chi phí nợ	4,3%
Mức thuế	21,0%
WACC	15,1%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: So sánh các công ty trong ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (nội tệ)	Giá mục tiêu (nội tệ)	Vốn hóa (tr USD)	P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	P/BV (x)		ROE (%)		ROA (%)	
						2021	2022		2021	2022	2021	2022	2021	2022
PTSC	PVS VN	KHẢ QUAN	22.600	27.100	471	11,8	10,8	18,2%	0,9	0,9	7,4%	8,0%	3,7%	4,2%
Malaysia Marine Eng	MMHE MK	KKN	0,44	NA	168	NA	25,6	NA	0,6	0,5	-2,4%	2,2%	-0,8%	1,4%
Yinson Holdings	YNS MK	KKN	4,97	NA	1.278	11,7	11,8	22%	1,8	1,6	16,5%	14,4%	5,5%	5,2%
Sembcorp Marine	SMM SP	KKN	0,19	NA	1.789	NA	NA	NA	0,7	0,7	-3,6%	-1,5%	-1,3%	-0,5%
Hyundai Engineering	000720 KS	KKN	52.500	NA	5.209	13,2	11,3	70%	0,8	0,8	6,7%	7,2%	3,2%	3,6%
Keppel Corp	KEP SP	KKN	5,23	NA	7.173	13,5	11,1	NA	0,8	0,8	6,4%	7,3%	2,2%	2,6%
Trung bình (tất cả)						12,6	14,1		0,9	0,9	5,2%	6,3%	2,1%	2,8%
Trung bình (ngoại trừ PVS)						12,8	14,9		0,9	0,9	4,7%	5,9%	1,8%	2,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG (DỮ LIỆU NGÀY 26/05)

TĂNG TRƯỞNG MẠNH MỀ TỪ CÁC ĐƠN VỊ LIÊN KẾT

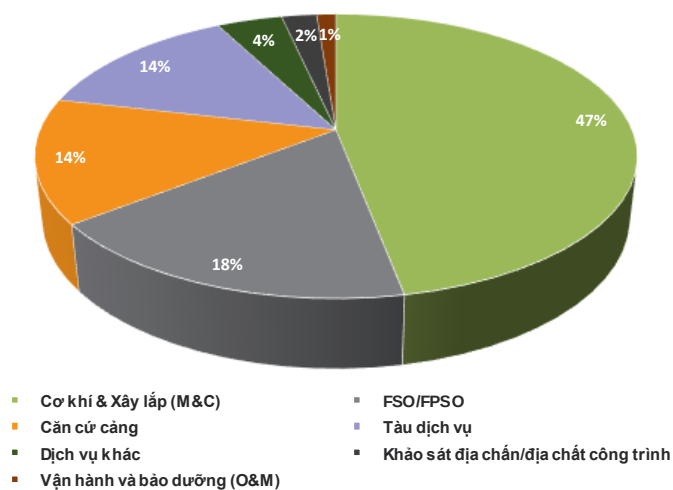
Tăng trưởng LN ròng trong Q1/21 nhờ vào thu nhập từ các công ty LDLK

Hình 7: KQKD Q1/2021

Tỷ đồng	Q1/20	Q1/21	% scvk	% sv dự phóng 2021	Nhận định
Doanh thu thuần	3,241	2,614	-19.4%	14.8%	DT thuần giảm trong Q1/21 chủ yếu do: (1) mảng tàu dịch vụ giảm 31,3% scvk và (2) khối lượng công việc mảng M&C giảm trong Q1/21 (-13,4% scvk). Chúng tôi kỳ vọng đóng góp của M&C sẽ cao hơn trong các quý tới khi PVS ghi nhận doanh thu từ các dự án lớn của mình (Gallaf Qatar, LNG Thị Vải ...)
LN gộp	192	179	-6.7%	16.7%	
<i>Biên LN gộp</i>	<i>5.9%</i>	<i>6.8%</i>	<i>0,9 điểm %</i>		Biên LN gộp tăng nhẹ 0,9 điểm %, nhờ sự cải thiện trong biên LN gộp mảng tàu tàu dịch vụ (+2,5 điểm % lên 8,3% trong Q1/21) và biên LN gộp mảng FSO/FPSO (+3,7 điểm % lên 7,9% trong Q1/21) khi phí dịch vụ có xu hướng hồi phục nhờ giá dầu tăng
Chi phí bán hàng	(25)	(22)	-9.2%	21.2%	
Chi phí QLDN	(124)	(191)	54.1%	29.8%	Chi phí QLDN tăng mạnh 54% scvk do trong kỳ PVS trích lập chi phí dự phòng 10 tỷ đồng so với khoản hoàn nhập 29,3 tỷ đồng trong Q1/20
EBIT	43	(35)	-180.4%		
Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính	76	56	-25.8%	21.3%	
Doanh thu tài chính	110	75	-31.6%		
Chi phí tài chính	(34)	(19)	-44.4%		
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	32	157	390.9%	31.0%	Công ty ghi nhận kết quả ấn tượng trong Q1/21, nhờ: (1) đóng góp của FSO Golden Star (đi vào hoạt động từ tháng 11/2020), và (2) không có khoản dự phòng đáng kể nào được trích lập trong Q1/21 so với khoản ước tính là 124 tỷ đồng chi phí dự phòng cho sự cố kỹ thuật tại FSO MV12 trong Q1/20
Thu nhập khác	26	42	64.3%		PVS ghi nhận 27 tỷ đồng hoàn nhập từ Quỹ Phát triển Khoa học & Công nghệ trong Q1/21
LNTT	177	221	24.9%	17.4%	
LNST	121	164	35.5%	17.3%	
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	10	19	99.1%		
LN ròng	111	145	30.0%	16.9%	Cao hơn so với kỳ vọng của chúng tôi

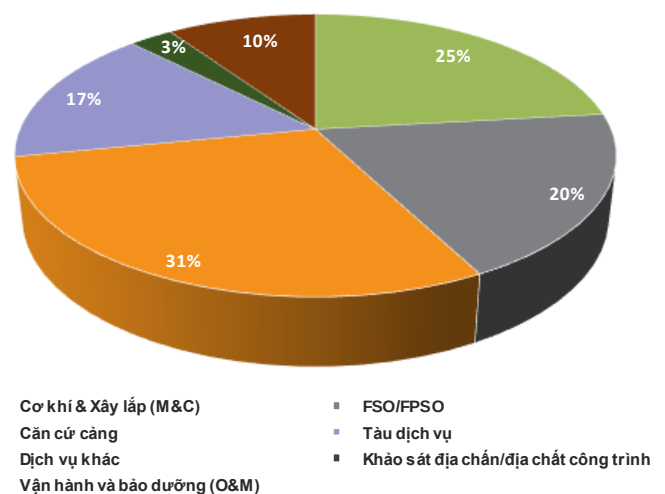
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: Doanh thu theo từng phân khúc trong Q1/21



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 9: LN gộp theo từng phân khúc trong Q1/21



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Thu nhập từ LDLK sẽ đóng góp chính trong những năm tới

Đối với PVS, thu nhập từ LDLK đến từ các liên doanh FSO/FPSO (Hình 10), thường xuyên chiếm tỷ trọng lớn (trung bình là 53,2%) trong LN ròng của PVS giai đoạn 2016-2020 (Hình 11). Nhờ vào việc giá dầu dự kiến cao hơn có thể kéo theo sự tăng lên của giá thuê tàu và sự đóng góp của FSO Golden Star, chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ các công ty LDLK sẽ đóng góp chính vào LN ròng của PVS trong những năm tới, cụ thể như sau:

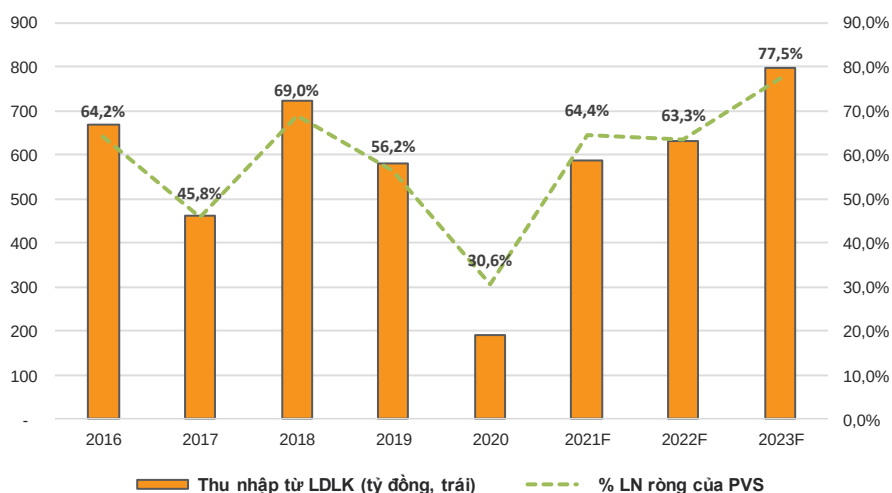
- FSO Golden Star đi vào hoạt động từ cuối năm 2020, bắt đầu đóng góp vào LN ròng của PVS kể từ năm 2021 với giá trị hợp đồng ước tính là 176 triệu USD cho hợp đồng 7 năm (đóng góp ~14,2% thu nhập từ LDLK của PVS trong năm 2021).
- Chúng tôi kỳ vọng rằng PVS sẽ không phát sinh bất kỳ sự cố kỹ thuật ngoài mong muốn nào như sự cố tại FSO MV12 trong năm 2020 (dẫn đến việc FSO MV12 ngừng hoạt động và PVS phải trích lập chi phí dự phòng ước tính ~124 tỷ đồng cho sự cố này).
- Chúng tôi ước tính thu nhập từ LDLK trong năm 2021 sẽ tăng gấp 3 lần lên 587 tỷ đồng, chiếm khoảng 64,4% LN ròng năm 2021 của PVS. Trong năm 2022-23F, chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ LDLK sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng kép là 16,6%, đóng góp lần lượt 63,3% và 77,5% vào LN ròng của PVS trong năm 2022-23.

Hình 10: Các liên doanh FSO/FPSO của PVS

STT	FSO/FPSO	Liên doanh	% sở hữu của PVS	Mô khai thác
1	FPSO Lam Sơn	PTSC Asia Pacific Private Limited (PTSC AP)	51%	Thăng Long - Đông Đô
2	FSO Biển Đông 01	PTSC South East Asia Private Limited (PTSC SEA)	51%	Hải Thạch - Mộc Tinh
3	FPSO Ruby II	Vietnam Offshore Floating Terminal (Ruby) Limited (VOFT)	60%	Ruby
4	FSO Orkid	Malaysia Vietnam Offshore Terminal (Labuan) Limited (MVOT)	49%	PM3 CAA
5	FSO MV12	Rong Doi MV12 Limited	33%	Rồng Đôi
6	FSO Golden Star	Malaysia Vietnam Offshore Terminal (Labuan) Limited (MVOT)	49%	Sao Vàng - Đại Nguyệt

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 11: Thu nhập từ LDLK của PVS, 2016-23F



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Mảng M&C: chờ đợi dự án Lô B - Ô Môn hỗ trợ cho tăng trưởng dài hạn
Hình 12: Các dự án chính của PVS trong mảng Cơ khí & Xây lắp (M&C)

STT Dự án	Giá trị HĐ ước tính (tr USD)	GTHĐ ước tính ghi nhận năm 2021	GTHĐ còn lại tại cuối năm 2021	Thời gian triển khai HĐ	Tiến độ dự án
Đã đưa vào dự phóng					
1 Gallaf Qatar	320	96	-	2019 - Q2/21	PVS đã hoàn thành việc xây dựng, dự kiến đóng hợp đồng trong Q2/21
2 Sao Vàng Đại Nguyệt (SVĐN)	600	60	60	2018 - 2022	Mỏ Sao Vàng đã cho dòng khí đầu tiên vào tháng 11/2020. Mỏ Đại Nguyệt dự kiến cho dòng khí đầu tiên vào Q3/2022. Giàn đầu giếng Đại Nguyệt đang được thi công
3 Đường ống nội mỏ SVĐN và nối với Nam Côn Sơn 2	96	10	-	Q3/19 - 2021	Gas-in vào tháng 11/2020.
4 Nam Côn Sơn 2 GD 2	40	10	-	Q3/19 - 2021	Hoàn thành việc lắp đặt, gas-in vào tháng 12/2020.
5 Kho LNG Thị Vải	78	16	31	Q3/19 - Q4/22	Dự án khởi công vào tháng 10/2019. PVS nắm 39% cổ phần trong dự án. Tính đến Q1/21, tiến độ đạt 49,78% kế hoạch, dự kiến hoàn thành vào Q4/22
6 Nhà máy nhiệt điện Sông Hậu	250	50	-	2016 - 2021	Tiến độ dự án đạt 95% tính đến Q1/21. Dự kiến tổ máy 1 đi vào hoạt động thương mại vào Q2/21, tổ máy 2 vào Q3/21.
7 Tổ hợp hóa dầu miền Nam	81	27	53	Q2/20 - Q2/22	PVS là nhà thầu phụ cho gói thầu A1 liên quan đến việc xây dựng nhà máy olefin. Chúng tôi dự phóng phần lớn công việc sẽ rơi vào năm 2022.
*8 Sư Tử Trắng GD 2	250	50	200	2021 - 2023	Nghiên cứu khả thi (FS) kỳ vọng được chấp thuận trong Q1/21. First gas cho giai đoạn 2A dự kiến vào Q2/21 và giai đoạn 2B vào Q4/23.
*9 Nam Du - U Minh	150	-	150	2021 - 2023	Theo Jadestone, công ty đang trong quá trình đàm phán hợp đồng mua bán khí sửa đổi với Chính phủ Việt Nam. Jadestones cũng đang chuẩn bị gọi thầu lại cho hợp đồng FPSO của dự án này. First gas có thể từ cuối 2022 hoặc 2023.
*10 GPP Dinh Cỏ 2	250	25	225	2021 - 2023	Chúng tôi kỳ vọng nhà máy Dinh Cỏ 2 sẽ đi vào hoạt động vào cuối 2022, đầu 2023 để xử lý lượng khí bổ sung từ 2 mỏ Sao Vàng và Đại Nguyệt.
*11 Đường ống Lô B - Ô Môn	1.000	-	1.000	2022 - 2024	Các đợt đấu thầu EPC đã được mở vào tháng 2/2020 và được gia hạn nhiều lần. Gần đây nhất, gói thầu EPC sẽ hết hiệu lực dự thầu (lần gia hạn thứ 4) vào tháng 10/2021. First gas kỳ vọng sớm nhất vào tháng 9/2024
Chưa đưa vào dự phóng					
1 Mỏ Lô B - Ô Môn	6.700	-	-	2021 - 2024	Hợp đồng thiết kế tổng thể (FEED) đã hoàn thành. Các gói thầu sẽ được mở tùy theo tiến độ của các dự án hạ nguồn (nhiệt điện Ô Môn 3 và 4)
2 Cá Voi Xanh	NA	-	-	2021 - 2024	Hợp đồng thiết kế FEED được trao cho Saipem vào tháng 02/2019. Vào tháng 07/2020 có thông tin PVN và EVN đang đàm phán với ExxonMobil các hợp đồng mua bán khí và mua bán điện. First gas kỳ vọng vào Q4/23.
3 Lạc Đà Vàng	NA	-	-	2021 - 2023	Kế hoạch phát triển đại cường (ODP) được chấp thuận vào tháng 09/2019. Kế hoạch phát triển mỏ đầy đủ (FDP) đã được nộp vào Q3/20 và dự kiến khởi động từ năm 2022. Murphy cũng đang triển khai thăm dò ở các mỏ lân cận như Lạc Đà Trắng, Lạc Đà Nâu và Lô 15-2/17.
4 Nhà máy điện Nhơn Trạch 3, 4	1.400	-	-	2021 - 2024	Đang tiến hành giải phóng mặt bằng và đàm phán hợp đồng giá khí, giá điện. Hợp đồng EPC dự kiến sẽ được mở thầu vào tháng 7/2021 và PVS sẽ tham gia đấu thầu với tư cách nhà thầu phụ liên doanh với tổng thầu Hàn Quốc
5 LNG Thị Vải GD2	212	-	-	2021 - 2023	Nghiên cứu khả thi đang trong giai đoạn thẩm định để nâng công suất lên 3tr tấn LNG/năm
6 Dự án nâng cấp nhà máy lọc dầu Dung Quất	1.800	-	-	2021 - 2024	PVS đầu thầu cho gói thầu số 1 EPC dưới dạng liên doanh với Technip Italy, Technip Malaysia và Lilama. Chúng tôi kỳ vọng kết quả của gói thầu này sẽ được công bố trong nửa đầu năm 2021 để triển khai hợp đồng vào tháng 08/2021. Chúng tôi cũng lưu ý rằng PVS cũng là một trong các nhà thầu thường xuyên tham gia các đợt bảo dưỡng định kỳ 3 năm 1 lần của nhà máy lọc dầu Dung Quất.

* Các dự án chưa xác nhận trúng thầu

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Ngày càng có nhiều tín hiệu cho thấy dự án khí Lô B – Ô Môn bị trì hoãn lâu nay cuối cùng cũng có thể bắt đầu đạt tiến độ trong năm nay. Tại ĐHCĐ năm 2021, ban lãnh đạo của PVS cũng mong muốn Chính phủ mới của Việt Nam sẽ sớm tháo gỡ nút thắt trong chuỗi dự án Lô B Ô Môn, đó là việc phê duyệt dự án nhà

máy điện Ô Môn III. Dựa trên ước tính của chúng tôi, kỳ vọng trên có thể được thực hiện do:

- Đối với các dự án ở thượng nguồn và trung nguồn, việc dự án Ô Môn III được phê duyệt sẽ là tiền đề để hoàn tất đàm phán thương mại và lựa chọn nhà thầu EPC.
- Đối với các dự án hạ nguồn, hiện có 4 nhà máy điện khí (Ô Môn I, II, III và IV), trong đó nhà máy Ô Môn III đang gặp vướng mắc liên quan đến nguồn vốn ODA tài trợ cho dự án này, dẫn đến sự chậm trễ kéo dài trong toàn chuỗi dự án Lô B – Ô Môn.
- Thời gian đấu thầu EPC dự án khí Lô B sẽ hết hạn vào tháng 10/2021. Trong trường hợp tiếp tục chậm tiến độ, Công ty Điều hành Dầu khí Phú Quốc (PQPOC) có thể phải gia hạn hiệu lực đấu thầu EPC lần thứ 5 cho các nhà thầu. Trong tình huống xấu nhất, PQPOC sẽ phải tổ chức lại đấu thầu quốc tế EPC, việc này có thể làm toàn bộ dự án bị trì hoãn hơn 1 năm và ảnh hưởng nghiêm trọng đến tiến độ tổng thể của Quy hoạch phát triển Điện lực VII của Việt Nam.
- EVN đã kiến nghị Chính phủ cho phép tài trợ dự án Ô Môn III bằng nguồn vốn vay thương mại thay vì vốn ODA và theo chúng tôi, đây là phương án khả thi nhất hiện nay. Do đó, chúng tôi kỳ vọng đề xuất này sẽ được thông qua trong Q3/21, kéo theo các bước kế tiếp để chuẩn bị cho chuỗi dự án Lô B được khởi công vào năm 2022 trong bối cảnh nhu cầu khí cho sản xuất điện dự kiến ngày càng tăng trong những năm tới.

Chúng tôi kỳ vọng dự án Lô B cùng với các dự án khai thác khí khác (Cá Voi Xanh, Nam Du U Minh...) sẽ cung cấp lượng backlog khổng lồ cho PVS trong những năm tới, đảm bảo cho sự tăng trưởng của mảng M&C trong dài hạn.

Thay đổi trong dự phóng

Hình 13: Thay đổi trong dự phóng

Tỷ đồng	2021F			2022F			2023F			Nhận định
	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	
Doanh thu thuần	17,698	17,093	-3.4%	19,496	19,248	-1.3%	21,204	21,717	2.4%	Chúng tôi hoàn ghi nhận DT đối với 1 số dự án M&C có khả năng bị chậm tiến độ trong năm 2021
LN gộp	1,071	1,055	-1.5%	1,195	1,194	-0.1%	1,218	1,284	5.4%	
Chi phí bán hàng	(106)	(106)	0.1%	(117)	(113)	-2.9%	(127)	(128)	0.7%	
Chi phí QLDN	(641)	(622)	-3.0%	(706)	(693)	-1.9%	(768)	(782)	1.8%	
EBIT	324	327	1.0%	372	388	4.2%	323	375	16.0%	
Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính	264	267	1.0%	262	268	2.2%	242	245	1.4%	Chúng tôi nâng dự phóng thu nhập từ LDLK để phản ánh kết án tượng trong Q1/21. Chúng tôi tin tưởng vào triển vọng tươi sáng hơn của mảng này nhờ giá dầu dự kiến tăng và kỳ vọng sẽ không có vấn đề kỹ thuật bất ngờ nào phát sinh
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	505	587	16.3%	566	632	11.7%	723	799	10.5%	
LNTT	1,270	1,352	6.5%	1,395	1,480	6.1%	1,394	1,527	9.6%	
LN ròng	857	912	6.5%	941	999	6.1%	940	1,030	9.6%	
EPS (đồng)	1,793	1,908	6.5%	1,969	2,089	6.1%	1,968	2,156	9.6%	

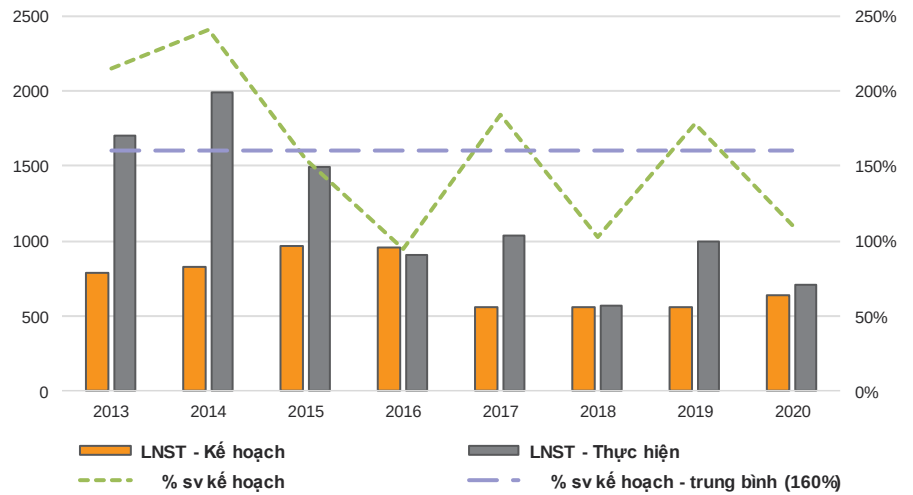
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Kế hoạch kinh doanh thận trọng cho năm 2021

PVS đặt kế hoạch thận trọng cho năm 2021 với doanh thu đạt 10.000 tỷ đồng (-50,4% svck) và LNST là 470 tỷ đồng (-24,7% svck), dựa trên kịch bản giá dầu thấp. Tuy nhiên, chúng tôi nhấn mạnh rằng KQKD thực tế của PVS thường cao hơn 20-70% so với kế hoạch trong 4 năm qua. Tại ĐHCĐ, ban lãnh đạo cũng cho biết PVS định hướng đa dạng hóa mảng M&C thông qua việc tham gia đầu

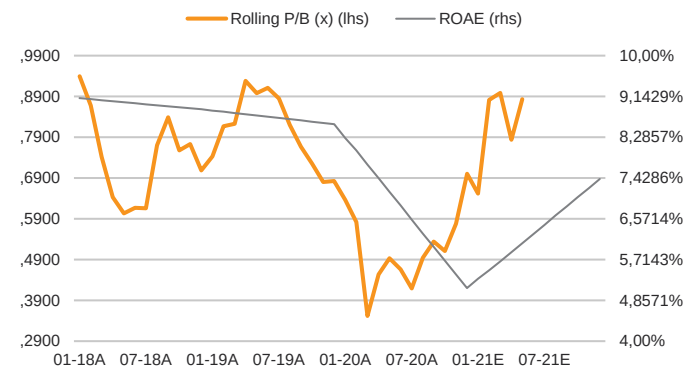
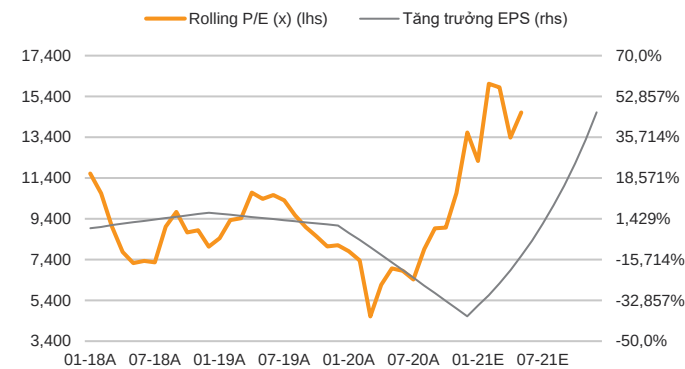
thầu một số dự án điện gió ngoài khơi trong năm 2021 (như dự án La Gàn...). Ngoài ra, PVS thông báo chia cổ tức bằng tiền mặt lần lượt là 10% và 7% mệnh giá trong năm 2020-21.

Hình 14: LNST của PVS - Kế hoạch so với Thực hiện (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	20.180	17.093	19.248
Giá vốn hàng bán	(19.402)	(16.038)	(18.054)
Chi phí quản lý DN	(798)	(622)	(693)
Chi phí bán hàng	(119)	(106)	(113)
LN hoạt động thuần	(138)	327	388
EBITDA thuần	401	866	907
Chi phí khấu hao	(539)	(539)	(519)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	(138)	327	388
Thu nhập lãi	400	388	371
Chi phí tài chính	(143)	(121)	(103)
Thu nhập ròng khác	715	171	192
TN từ các Cty LK & LD	191	587	632
LN trước thuế	1.025	1.352	1.480
Thuế	(315)	(344)	(377)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(86)	(96)	(105)
LN ròng	624	912	999
Thu nhập trên vốn	624	912	999
Cổ tức phổ thông	(526)	(335)	(335)
LN giữ lại	98	578	664

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	5.212	4.691	4.494
Đầu tư ngắn hạn	3.311	3.311	3.311
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.662	4.362	4.912
Hàng tồn kho	2.111	1.439	1.620
Các tài sản ngắn hạn khác	306	260	292
Tổng tài sản ngắn hạn	16.603	14.063	14.629
Tài sản cố định	3.135	3.022	2.981
Tổng đầu tư	5.114	5.012	5.019
Tài sản dài hạn khác	1.426	1.374	1.323
Tổng tài sản	26.279	23.471	23.952
Vay & nợ ngắn hạn	735	500	427
Phải trả người bán	6.178	3.823	4.300
Nợ ngắn hạn khác	2.890	2.448	2.757
Tổng nợ ngắn hạn	9.803	6.772	7.484
Vay & nợ dài hạn	474	459	465
Các khoản phải trả khác	3.119	3.119	3.119
Vốn điều lệ và	4.780	4.780	4.780
LN giữ lại	3.971	4.647	4.496
Vốn chủ sở hữu	12.146	12.479	12.346
Lợi ích cổ đông thiểu số	739	643	538
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	26.279	23.471	23.952

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	1.025	1.352	1.480
Khấu hao	539	539	519
Thuế đã nộp	(221)	(154)	(168)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.068)	(971)	(998)
Thay đổi VLĐ	(940)	(382)	(254)
LC tiền thuần HKĐK	(666)	384	579
Đầu tư TSCĐ	(502)	(425)	(479)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	8	8	8
Các khoản khác	96	96	96
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	(398)	(321)	(375)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(147)	(249)	(67)
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(526)	(335)	(335)
LC tiền thuần HĐTC	(673)	(584)	(402)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	6.949	5.212	4.691
LC tiền thuần trong năm	(1.737)	(521)	(198)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5.212	4.691	4.494

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	3,1%	5,3%	5,2%
Vòng quay TS	0,77	0,69	0,81
ROAA	2,4%	3,7%	4,2%
Đòn bẩy tài chính	2,15	2,02	1,91
ROAE	5,1%	7,4%	8,0%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	102,7	93,2	93,2
Số ngày nắm giữ HTK	39,8	32,7	32,7
Số ngày phải trả tiền bán	116,5	87,0	86,9
Vòng quay TSCĐ	6,37	5,55	6,41
ROIC	4,4%	6,5%	7,2%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,7	2,1	2,0
Khả năng thanh toán nhanh	1,5	1,9	1,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,9	1,2	1,0
Vòng quay tiền	26,0	38,9	39,0
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	20,2%	(15,3%)	12,6%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	(136,8%)		18,6%
Tăng trưởng LN ròng	(39,6%)	46,2%	9,5%
Tăng trưởng EPS	(39,6%)	46,2%	9,5%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích

Email: hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>